

# 黄金大师课加餐24: 写在黄金创历史新高下的债务思考

戳此加入学习付鹏的<黄金投资大师课>

加餐24: 写在黄金历史新高下的债务思考

本期内容首发于 [《付鹏说》2020年5月18日 链接](#)



## 本期提要

- 1、简述目前全球债务框架

## 本期内容

今天借着人民币计价黄金创出历史性新高的问题，我们来简单的跟大家讲一下关于整个目前的债务的大框架。

说到底，就是这四大部门之间的债务的分配关系，分别是金融部门、居民部门、企业部门，另外一边最主要的就是政府部门。当然政府部门这边我们分为两块，第一是货币，第二是财政，也就是大家熟知的货币政策和财政政策。

整个经济的循环，实际上是在于加杠杆和总需求的这个路径，之前给大家分析过。比如中国，实际上我们的总需求的源头就是美国的债务和杠杆的增加。也就是美国债务和杠杆的增加形成了全球化的总需求，这是我们所有总需求曲线的来源。这个需求曲线创造了利润，利润最初是以经常项目顺差的方式体现。这样的话就形成了杠杆增加的内生性循环。

从2008年金融危机开始，应该说美国非政府部门这一边的债务开始出现结构性的问题，无论是它的金融部门还是居民部门，都出现了这个问题。美国的债务转移路径非常简单，就是转移给美国的货币和财政。实际上从2008年开始，从美国选择把内部的债务转移给政府部门的那一刻开始，黄金的斜率就已经发生了非常大的一个变化，应该说从2008年以后黄金上涨的节奏是在进一步加速的。

一方面是美国把债务转移给它的货币和财政部门，它的货币和财政部门其实也是通过美债持有的这种方式，转嫁给了中国部门。无论是转嫁给中国的金融部门、企业部门还是居民部门，其实道理都一样，这就是一个转嫁的过程。

另外一个方面，总需求，中国的承接也是以增加金融部门的杠杆、居民部门的杠杆和企业部门的杠杆来完成的。这就是2008年金融危机以后大家看到的，无论是“4万亿”计划刺激房地产，还是金融做大做强。在这样的一个路径下，经历了10年左右，其实中国的金融部门杠杆在2016年9月已经达到了高点；

中国的居民部门杠杆目前来讲已经非常高了，虽然这在研究上有一定分歧，但是从感官上来讲已经能够明显的感觉到；中国的企业部门在2014年、2015年就已经开始爆发它的核心问题，就是过剩的产能进一步的过剩化。这样的话，企业部门在经历一个控杠杆，甚至是局限性的去杠杆的过程；金融部门去杠杆；居民部门进一步的增加杠杆，又换取了额外的4年，这实际上又是一个房地产，尤其是二三线城市房地产的繁荣。

在经历这场疫情之后，我们看到美国的债务进一步的货币化。为了支撑它的企业部门和居民部门，美国选择进一步的货币化和进一步的财政赤字化。对于中国来讲，在应对这场疫情的过程中，理论上也是选择同样的逻辑。但是我们跟美国最大的区别就是，美国的债务全球可以买单，而中国的债务还没有这样的一个路径。所以说一旦我们大规模的使用财政赤字，势必面临一个巨大的问题，就是它对于我们政府部门的信用的伤害和冲击，要远远的大于对于美国政府部门的信用的伤害和冲击。

虽然说这只是一个比较上的大小问题，但政府信用都会受到严重的伤害。所以说无论是美元计价的黄金，还是人民币计价的黄金，本质上都会做出同样的反应。在这种情况下，其实已经没有更好的路径去转移了，因为当下已经没有更好的部门可以去承接这样的一个债务的大债周期。

所以说各国都在讨论的是财政赤字货币化，都在讨论关于MMT的问题。这个问题其实非常简单，第一是假设政府信用是无限的，第二是假设通过这样的一个财政化的方式可以拉动收入的增长。实际上这是一个非常错误的命题，收入的增长来自生产率的提高和全球化的这种分配关系，这不是单一的货币和财政能够做到的。

所以说一旦走向了MMT的路径，我们势必要大规模的消耗政府信用，并且会形成负债者不会受到惩罚的后果。大规模的货币化会把债务时间周期往后挪，让后代人买单。

实际上MMT并不是没有过，大家可以看看日本。虽然说日本化的路径到最后没有伤害到日本的政府信用，但是这跟日本可以通过全球获得其他的资产来进行冲抵是有关系的。

大家想想，如果全球都走日本化的路径，我们没有足够的海外资产去进行填充的话，这样的日本化是会出问题的。所以说你不能简单说日本走了MMT路径，好像没有问题，所以全球都可以这样做。如果中美也这么做的话，全球政府信用的坍塌速度会非常的快，黄金价格就会在这方面呈现一个非常明显的警示信号。

还是那句话，出来混，欠债总是要还的。前浪的债不能够让后浪去还，那样的话我们会走向一个不可逆的循环。一方面要加快提高生产率，加快提高技术性的进步。这就牵扯到：第一，对技术性的投入；另外一方面，如果当下的这批人在债务这个层面不受到惩罚，那么很简单，没有动力去推动技术的进步。所以说有的时候自然的周期不破不立，有的时候就是需要有些人付出代价才能够获得新生。如果说既不想付出代价还想获得新生，周而复始，我们将陷入恶性循环的泥潭。

今天的内容实际上是讲在人民币计价黄金创出新高，下一步就是美元计价黄金创出新高，这基本上可以说是板上钉钉的事情。除了看到资产价格做出反应以外，我们其实要深层次的去思考这层债务的问题。

- E N D -

# 黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

## 一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

## 二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题

2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

### **三、黄金宏观分析框架与历史复盘**

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

### **四、黄金与其他资产的分析框架**

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

### **五、黄金交易层面的注意事项**

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

### **六、白银分析框架与交易策略**

6.1白银基本面分析的特殊性

6.2商品的实货交易与风险对冲